

〈学会報告〉

経営者の認知バイアスが不確実性下の意思決定に与える影響

Managerial Overconfidence and Corporate Financial Policies

来栖 正利*

Masatoshi Kurusu

本稿は Behavioral Corporate Finance に属する最新の研究内容とディスカッサントと筆者のコメントを紹介する。最初に取り上げる研究は、財務担当責任者による自社株の株価予測能力の研究である。次に、経営者候補の中から、どのような人材が最高経営責任者に任命されるのかという問題を扱った研究成果を紹介する。そして最後に、株式交換に基づく企業買収実施後の株価を説明した研究を取り上げる。

キーワード：経営者の予測能力 認知バイアス 過信/過小 リスク嫌悪

はじめに

本稿は、American Finance Association の Annual Meeting で開催されたセッションの内容を紹介し、ディスカッサントと評者(来栖)のコメントをまとめる。人間は日々、大小数多くの意思決定をしている。もちろん、意思決定当事者にとって、その意思決定を下した時点ではその意思決定を合理的なそれと考えているはずである。しかしながら、その意思決定が合理的であるか否か、つまり、最善な意思決定であるか否かの判断は、事後的な評価に委ねざるを得ない。

既に下したある意思決定が合理的なそれか、または最善なそれかを評価することが困難な理由のひとつは、一つの評価基準に基づいて意思決定者の多様な価値観や社会規範に基づいて下された意思決定の内容および意味を評価することができないからである。本稿で取り上げるトピックスは、注目されている研究テーマの一つである Behavioral Corporate Finance に属するそれである。従来の経済学の知見を規準にして、人間の非合理的な行動を説明する心理学と行動論を横断する研究分野として誕生した。

Behavioral Corporate Finance は企業という組織に所属する人間(経営者)の認知バイアスが多様な意思決定(財務政策)に与える影響を理論および実証研究を通じて探究する。例えば、配当政策、資本構造、株価の説明、そして投資家行動の多様性を説明することが主なテーマである。これらに加えて、最近は実験経済学の含意も活用した投資家行動や株価予測の分析にまでテーマが広がっている。本稿が取り上げる三つの研究報告も人間の認知バイアスに着目した「行動原理」

を探究したものである。

最初に取り上げる研究は財務担当責任者による自社株の株価予測能力の研究である。経営者候補の中から、どのような人材が最高経営責任者に任命されるのかという問題も興味深い。この問いに対する研究成果を次に紹介しよう。そして最後に、三角合併の解禁に併せて欧米企業による日本企業を買収する機運が昨年来より高まっている。このテーマを取り扱った研究成果は日本市場における企業買収実務を占うひとつの参考になるだろう。

I. 経営者の予測能力

I-1. リスクの認知

Ben-David, Graham, and Harvey(2006)は実験経済学と社会心理学の含意を財務論の実証研究に応用した²⁾。人々が自身の判断の正確さを過大評価すると同時にランダム過程における不確実性を過小推定するという含意を次の研究テーマに言い換えた：自身の判断の正確さを過大評価する経営者は将来キャッシュ・フローのリスクを過小推定し、リスクの大きい意思決定を無意識に選択してしまう。このテーマに基づいて、経営者のリスク認知方法と過信(overconfidence)の程度が意思決定に与える影響を検討した。

前述の研究テーマに基づいて、経営者が下す何らかの予測に影響を与えている要因の抽出を最初の課題とした。この課題を解決するために依拠した心理学の含意は、意思決定に対する自信(confidence)をさらにもつメカニズムに関する次の二つの要因である：(1)過去に下した意思決定がもたらした結果の観察、および(2)当該結果をもたらした外在的な要因の無視である。つまり、何らかの意思決定を下し、その結果を得てから以降、将来事象に対する予測を人々は直近の教訓に基づいて行う。

前述の含意を、最高財務責任者(CFO: Chief Financial Officer)が行う株価収益率の予測値を調査して検証した。その実証結果を示すと次のようになった。全般的に、株価収益率を予測する時、CFOは最悪のシナリオを描く。そのさい、CFOが行う株価収益率の予測が過去3ヶ月の株価動向に基づいていた。加えて、CFOが下方リスクに着目するという実証結果は、経営者の抱くリスクが、主に、下方リスクに限定できるという先行研究を支持する結果といえる。

他方、CFOの予測に対する過信と能力との関連性を検討した。10年間にわたる株価収益率の平均値を予測する時、CFOの当該予測に関する過信が教育水準とともに増加し、CFOとしての経歴の長さとともに減少するという推定結果を得た。株価収益率の平均値の予測能力に富むCFOは、予測誤差を合理的に予測できる高い能力の持ち主というよりも、自身の判断を過信している人物であるといえる。

I-2.コメント-1

ディスカッサントである Dirk Hackbarth(Washington University, St. Louis)が最初に行ったコメントは Ben-David et al.(2006)が定義づけた過信の概念についてである。ある意思決定に対する信頼度は確率過程に起因する個々人の確率分布を反映する。ある意思決定に対して人々が広い信頼度を設けることは、その推定変数に関する高い主観的な不確実性の現れといえる。他方、狭い信頼度の場合、その推定変数に対する不確実性が主観的であることを反映している。

Hackbarth が当該概念に関心を持った理由のひとつは当該変数が相対的な尺度として使用されたからである。CFO が株価収益率を予測するさいに考慮する、一般的な市場の不確実性とは無関連に、意思決定に対する信頼性の分布を規準にして CFO の相対的な位置を信頼性の程度としたのである。つまり、ランダム変数の確率分布の標準偏差を推定し、これを信頼性の程度として使用したのである。

この推定方法が望ましいと Hackbarth が評したのは、Ben-David et al.の当該概念を用意周到に定義づけたからである。人々の過信が楽観主義や私的情報の影響を受けることを考慮し、これらの要因をコントロールする措置を施した。ある経営者は自社の将来に対して楽観的であり、これが過信につながる場合がある。他方、自社の将来について人よりも多くを知っている経営者は、自分が下す判断に確たる自信をもつ可能性がある。これらの要因が経営者の過信に与える影響を最小にする手続きを実証分析に加え、経営者の過信をより正確に抽出しようとしたのである。

I-3.コメント-2

まず、企業規模の違いによって、CFO が下す意思決定に対する過信の度合いが異なる可能性がある。たとえば、時価総額を企業規模と定義づけた場合、ある意思決定が時価総額に与える影響を CFO は考慮せざるを得ないだろう。とりわけ、時価総額に多大な影響を与え得る大株主の存在は、意思決定の内容とは基本的には無関連に、当該意思決定を事後的に正当化する機会を CFO に設けさせるほどの存在となるだろう。

次に、経営者の雇用形態の違いもまた自身が下す意思決定に対する過信の度合いに影響を与える可能性があるだろう。たとえば、雇われ経営者は経営者としてのキャリアが豊富である分、多角的な視野に基づいて意思決定を下すことができる可能性が高い。しかし、任された企業の内部情報の把握が不十分なままで意思決定を下す可能性もある。他方、創業者が経営者でもある場合、自社に関する知識が豊富なため、勢い視野が狭くなる可能性がある。さらに自社に対する思い入れが相対的に強くなる可能性もある。

そして最後に、セグメントの程度に基づいて、CFO が下す意思決定に過信の度合いがどの程度変化するかという課題も興味深い。事業分野の数や海外進出の程度は CFO が意思決定を下すさいに考慮しなければならない要因のひとつである。海外進出の比重が高い企業を想定した場合、

CFOは為替の変動リスクが業績に与える影響を考慮しなければならない。加えて、輸出依存型の企業である場合、特定の海外地域において生じ得る業績悪化が与えるさまざまな影響を加味しなければならない。

II.組織内部のガバナンス構造

II-1.最高経営責任者の選出メカニズム

Goel and Thakor(2005)は、取締役会が最高経営責任者(CEO: Chief Executive Officer)を選出する過程における候補者(senior managers)の行動原理を分析した³⁾。CEOとして選出される候補者の行動特性とどのような人材が候補者になるのかという疑問は、従来の先行研究が見落していたテーマである。CEOの選出過程が明確に規定されていたとしても、選出された人材の特性の偏りは企業の投資政策に影響を与える。

Goel and Thakorが検討した主たる課題を述べておこう。第一は、観察された業績を通じて候補者の経営能力を推論することしかできない時、株主価値を最大化するように設計されたCEOへの内部昇進過程の機能を提示することである。第二は、経営者としての属性と行動上のバイアスがCEOに選出される確率に与える影響を検討することである。第三は、観察された業績に基づいてCEOを評価する時、取締役会が把握しているCEOの経営能力が、留任または解任という決定にどの程度影響を与えているのかという問である。

前述の問いに対して導出した含意を要約しておこう。まず、内部昇進制度が機能する場合、合理的な経営能力をもつ候補者はリスクのより多い事業を選択する。しかしながら、事業リスクを過小推定する候補者(overconfident manager)がCEOに昇進する確率のうち、最も高い値をもつのは合理的な候補者と出世競争を行う場合である。なぜならば、事業リスクを過小推定する候補者の実施した事業のパフォーマンスの方が合理的な経営能力をもつ候補者の実施した事業のそれよりも高かったからである⁴⁾。言い換えるならば、歴代のCEOは、一般的に、事業リスクを過小推定する特性をもっていると言える。

次に、過信という特性をもつCEOが株主の富に与える影響は単調ではない。過信の程度が穏健なCEOは、過小投資の実施実績が少ないので、企業価値を増加させる。他方、事業リスクを過度に過小推定するCEOは、過大投資の実施を好するため、企業価値を減らす。つまり、企業価値がCEOのリスク嫌悪という特性とともに単調減少する。したがって、適度に事業リスクを過小推定するCEOは株主価値を最大化する事業を選択する。

そして、事業がもたらすリターンと事業内容の質を示すシグナルを取締役会が観察できる時、取締役会が当該事業を実施したCEOを留任する、または解任するという意思決定は、CEOの経営能力に関する情報とCEOが事業リスクをどの程度過小推定しているかに関する情報、これらの情報の総合判断に依存する⁵⁾。なお、取締役会は経営能力が低く、次のいずれかに該当するCEO

を解雇する：(1)過度に慎重過ぎる CEO であると判断した CEO、または(2)事業リスクを過度に過小推定する CEO であると判断した CEO である。

II-2.コメント-1

Simon Gervais(Duke University)は Goel and Thakor が定義づけた ‘overconfidence’ と ‘risk aversion’ に着目したコメントを行った。前者は果敢にリスクをとる候補者を想定している。このような特性をもつ CEO 候補者がプラスの正味現在価値がわずかしかない事業を実施することがないと指摘した。他方、後者は保守的な投資意思決定を選好する候補者を想定している。したがって、プラスの正味現在価値がいくらか得られる事業を実施しない CEO 候補者といえると述べた。以上から、このような CEO 候補者は正味現在価値が明確に予測できる事業しか実施しないと言える。

Goel and Thakor の構築した理論モデルが単純なシナリオ毎に含意を導出していると Gervais は指摘し、事業リスクを過小推定する候補者の特性が出世競争と事業投資に与える影響を理論モデルに基づいて分析する余地があると指摘した。換言すれば、シナリオ毎に導出した含意が明確であるものの、現実の状況を説明するにはさらに条件を加え、理論モデルを改善する余地があると Gervais は指摘した。

そして最後に、CEO 候補者の経営能力および/または候補者が選択できる事業内容をより適切に評価できる能力を取締役会が保有している場合、これらに関する情報はほとんど価値を持たなくなる。Goel and Thakor が導出した情報開示に対する経営者の行動は、事業内容の質に関するシグナルの正確さに対して抱いている経営者の強い確信に基づいていた。しかしながら、Gervais の主張はこの確信が非現実的であることを示唆している、というのは、情報開示が拡充され続けているにもかかわらず、開示情報の信頼性を損なう会計不祥事が多発しているからである。

II-3.コメント-2

事業リスクを過小推定する CEO 候補者を ‘overconfident manager’ と定義づけた点に関するコメントから始めたい。このような特性をもつ CEO 候補者が選択した事業が予想を遙かに上回る大損をもたらした場合、当該 CEO 候補者を解雇するだけではなく、企業価値を損なう可能性も生じる。しかしながら、このようなシナリオを Goel and Thakor はモデル構築のさいに想定していなかった。

ある事業の実施によって稼得されるリターンによってのみ CEO 候補者が評価される。このようなトーナメントによる昇進ゲームを織り込んで構築された Goel and Thakor の理論モデルは経営者の倫理を所与としている。ここ数年間に多発した数多くの企業不祥事の原因を鑑みると、経営者の倫理観を所与とする理論モデルの有用性が限定されると思われる。

CEO 候補者は、任された事業の責任のみを負うと仮定されている。この場合、CEO 候補者が生え抜きの候補者であるか否かによって候補者のモチベーションが異なると思われる。たとえば、ある企業の生え抜きである CEO 候補者が事業の責任を負うと仮定する。この候補者は CEO に昇進したいという動機を持つ一方で、株価または業績を良くするためにリストラを実施したいという動機ももつだろう⁶⁾。リストラを実施した場合、場合によっては同僚を解雇することになるかもしれない。このような状況が生じれば、この CEO 候補者はジレンマに直面するだろう。

そして最後に、Goel and Thakor は事業の最適ポートフォリオの問題を所与としている。CEO 候補者の数を特定していないことから、理論上、CEO 候補者の数が無限であると考えられる。もしそうならば、CEO 候補者が手がける事業の数と、事業全体がもたらすパフォーマンスの合計値とのバランスをどのように調整するのかという問題が生じる。しかも、現職の CEO が最適に管理できる事業の数が特定されていないため、Goel and Thakor の構築した理論モデルの妥当性を評価することが困難であると思われる。

Ⅲ. 企業買収戦略

Ⅲ-1. 株式交換とエイジェンシー・コスト

Song(2006)は割高な株式を使用して企業買収を実施したことが当該企業の株主を犠牲にした経営者の利己心に基づいたものであるか否かを検討した⁷⁾。1990年代後半に企業買収がブームとなった。その中で、買収側および被買収側の内部者が株式交換を用いて企業買収を実施した。当該取引終了後、交換手段として使用した株式が相次いで下落した。このような状況を割高株式に起因するエイジェンシー・コスト(the agency costs of overvalued equity)と言えるのか否かを検証しようとしたのである。

90年代に一般的であった株式交換による企業買収が割高株式に起因するエイジェンシー・コストであることを実証した。Song が得た実証結果を要約しておこう。(1)被買収企業側の内部者が自社株と引き替えに得た買収側の株価を、買収後の3年間の平均超過収益率で検証した場合、被買収側の内部者は株価下落を被っている。これは自社を売却したことに対する受取代金を割高の株式で受け取ったことを意味する。

(2)被買収企業側の内部者は、企業買収取引の終了後、営業業績の下落を被っている一方で、買収企業側は営業業績の下落を経験していない。これは被買収企業側から評価すれば、買収されたことが本業の業績の改善に貢献していないことを意味する。したがって、買収に応じたことの意味が被買収企業側の株主から問われることとなる。他方、買収側から解釈すれば、当該企業買収が本業の業績改善に寄与する良い企業買収になったことを意味する。

そして最後に、(3)割高株式を使用した株式交換による企業買収と、意味のない企業買収(bad mergers)もともに、企業買収完了後、超過収益率がマイナスになっている。株式市場は、当該企

業買収の意義を問うまでもなく、当該企業買収の実施をマイナスに評価していると解釈できる。これは 1990 年代後半に企業買収が頻発したことを考慮すれば、企業買収そのものが株式市場に追加情報を提供できなかつたと言い換えることができるだろう。

Ⅲ-2.コメント-1

Pavel Savor(Harvard Business School)は企業買収後に実施すべき CEO の戦略に言及しながらコメントを行った。企業買収の手続きの完了後、株価収益率がマイナスに転じたという実証結果に基づいて、CEO が傘下にある企業をスピン・オフしたか否かを推定式に考慮すべきであると指摘した。企業グループを一つのポートフォリオと見なせば、企業グループを構成する子会社等の業績が芳しくない場合、企業グループ全体の業績が下がる。これは CEO にとってゆゆしき事態となる、というのは、企業グループの業績悪化が株価下落を招き、その責任を株主から問われることになるからである。

企業買収後、株価収益率が改善している場合、なぜ株価収益率が改善したのかを検討することは、CEO の買収戦略の妥当性を評価することにもなる。例えば、既存の企業グループの中から子会社等を売却または清算していない場合、当該企業買収戦略そのものが成功したといえるだろう。他方、企業買収を実施する一方で子会社等を売却または清算していた場合、当該子会社の業績が企業グループ全体の業績を悪化させる原因になっていたのかもしれない。このような状況であれば、当該企業買収が良い企業買収であったか否かを検討する追加的な手続きが必要となる。これはさらに緻密な研究ができる機会となるだろう。

他方、買収側の企業が買収を実施することが外在的な要因であると Savor は指摘した。この指摘は Song が企業買収の実施を内生要因と考えていることに対する批判である。株価が割高な企業はその割高な株式を使用した株式交換によって企業買収を実施したいインセンティブをもっている。これは現金を使用する企業買収と比較してコスト節約な買収手法といえる。なぜならば、株価が高いことによって、買収を実施する企業はさまざまなコストを節約することができるからである。

Ⅲ-3.コメント-2

第一に、株式市場が株式交換による企業買収を適切に評価できる能力があるのか否かを再検討する機会を Song の研究は提供した。被買収企業の株価収益率が下落したという実証結果は、株式市場が株式交換による企業買収の評価を事後的にしかできないことを示唆する。企業買収の評価能力に関して株式市場が未成熟なのか否か、それとも株式市場の効率性の程度を再検討できるという課題を Song の実証結果は提供した。

第二に、被買収側企業の内部者が株式交換による企業買収提案の受け入れ動機を検討できる機

会を、Song の実証結果を通じて、知ることが出来た。買収手続き終了後、被買収企業側の株価が下落している一方で、買収側のそれが下落していないという実証結果を得た。これは被買収側企業の内部者が自社を売却することで得る買収側企業の株式(受取代金に相当)を売却することで売却益を得ることができることを示唆している。被買収側企業の内部者が保有することになった買収側企業の株式の保有状況を検討することによって、被買収側企業の内部者が株式交換による企業買収に応じた意図を読み取ることができるだろう。

第三に、企業買収の規模に着目することによって、企業買収の手法を予測することができる機会を Song の研究は提供した。残念ながら、Song は企業買収の規模(金額)と買収方法(現金か株式交換か)の区別をしていない。買収側企業の資金調達能力と企業買収の規模を加味して、企業買収の手法を分析することができれば、買収側企業の経営者の企業買収に関する財務戦略をより詳細に読み取ることができるだろう。

例えば、次のような企業買収のシナリオに基づいて、いずれのパターンを株式市場がプラスまたはマイナスに反応するのかを検討することができる：(a)買収側企業の財務状況が潤沢であり、株式交換による企業買収を実施したケース；(b)買収側企業の財務状況が脆弱であり、株式交換による企業買収を実施したケース；(c)買収側企業の財務状況が潤沢であり、自己資金による企業買収を実施したケース；そして(d)買収側企業の財務状況が脆弱であり、外部資金を調達して企業買収を実施したケース。

むすび

本稿は Behavioral Corporate Finance に属するホットな研究テーマに着目し、最新の研究成果を紹介した。日本企業をとりまく「新たな経営環境」は、株式交換を通じた日本企業の買収を海外企業も実施することができるそれである。そのさい、三角合併を活用した買収行動に対して日本企業が防衛手段を講じるのか否か、それはなぜなのか、誰にとってメリット/デメリットが生じるのか、他方、買収提案を拒否し、防衛手段を講じるのであればどのような手段を選好するのか、それはなぜか等、それぞれの利害関係者に着目した「行動」を分析する機会が生まれる。

加えて、企業買収の担い手である買収側企業は海外企業だけではない。日本企業による日本企業の買収も今後、さらに活発に実施されると思われる。そのさい、どのような属性の経営者が、またはどのような財務体質の企業が、どのような企業買収提案をどのような企業に持ちかけるのか、それはなぜなのか等の研究テーマも経営者行動を分析する新たな研究テーマになり得るだろう。これは経営者の意思決定パターンを探究しようという研究テーマといえる。

そして最後に、買収手法を所与とした場合、企業再編にもなって新たに誕生した「企業」が内包する、異なる企業文化の混在と経営者の意思決定との関係は、企業買収の効果を時系列で評価する研究テーマになるだろう。これは従来の財務論が企業の資金の流れのみに着目していたの

に対して、異なる企業文化の融合と業績の変化、つまり、企業の内部資本の配分とを扱う新たな研究分野になるだろう。企業買収をめぐる日本企業の今後、とるべき「意思決定」はたいへん興味深いものとなるだろう。

<注>

- 1)開催日程等は次の通りである。2007年1月5日～7日までイリノイ州シカゴで開催された。本稿で取り上げるセッション名は Behavioral Corporate Finance: Managerial Overconfidence である。司会は Ulrike Malmendier(University of California at Berkeley)が担当し、当該セッションの開催日は1月7日であった。
- 2)Itzhak Ben-David, John R. Graham, and Campbell R. Harvey, 2006, Managerial Overconfidence and Corporate Policies, Unpublished Working Paper.
- 3)Anand M. Goel and Anjan V. Thakor, 2005, Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance, Unpublished Working Paper.
- 4)CEO 候補者の昇進ルールは次の通りである。ある候補者の選択した事業成果が最高のパフォーマンスを上げた時、当該事業を選択した候補者が他の候補者の中で最も高い経営能力をもっていると取締役会は評価する。したがって、このような候補者は CEO に選出される最も高い確率をもつ。
- 5)取締役会の目的は CEO の経営能力と事業リスクの過小推定という特性に基づいて将来のキャッシュ・フローの期待値を最大にすることである。
- 6)Goel and Thakor は事業のパフォーマンスを改善するために CEO 候補者がリストラを実施するというオプションを設けてはいない。
- 7)Weihong Song, 2006, Does Overvaluation Lead to Bad Mergers?, Unpublished Working Paper.